



TITLE:

Corporate Finance and Capital Market Development in Lao People's Democratic Republic(Abstract_要旨)

AUTHOR(S):

Chanthavong, Somvixay

CITATION:

Chanthavong, Somvixay. Corporate Finance and Capital Market Development in Lao People's Democratic Republic. 京都大学, 2020, 博士(地域研究)

ISSUE DATE:

2020-05-25

URL:

<https://doi.org/10.14989/doctor.k22674>

RIGHT:

学位規則第9条第2項により要約公開

(続紙 1)

京都大学	博士（地域研究）	氏名	Chanthavong Somvixay
論文題目	Corporate Finance and Capital Market Development in Lao People's Democratic Republic（ラオスにおける企業の資本調達構造と資本市場の育成）		
<p>（論文内容の要旨）</p> <p>本論文はラオスの主要企業の資金調達構造の特徴を、特に資本市場の発展の観点から実証的に明らかにしたものである。聞き取り調査とそれに伴って収集されたミクロ財務データによる実証的検討を中心とし、主要企業層における国営・外資といった所有構造上の特徴と資本構成との関係や、先行するベトナムを比較軸とする資本市場の発展条件を、解明している。</p> <p>ラオスでは企業の資金調達チャンネルは限られ、銀行の機能についても各種の規制がその障害となっていることが指摘されている。さらに国営企業の資金調達・経営問題も顕在化し、政策課題となっている。それにもかかわらず、ラオスにおけるこの分野の学術研究は極めて少なく、例えば資金調達についての分析は、中小企業の銀行ファイナンスを論じた僅かな研究を除いて、学術研究はほとんど存在しない。本論文は、そのような政策課題に対して基礎的かつ体系的な知見を提供している。</p> <p>第1部を構成する第1章と第2章は、論文の骨子とラオスの経済金融環境の概要を説明する導入部である。第1章では研究目的と分析手法が述べられ、各章の結論部分の要点が示される。第2章では、1990年代以来のラオスの経済発展と金融環境の展開が示される。</p> <p>第2部を構成する第3章と第4章は、ビエンチャンに立地する主要企業への独自のアンケート調査に基づき、大企業層の資産規模、所有構造、業種の分布を解明した上で、企業の資金調達パターンを把握するものである。第3章は全体的な定性的傾向をとりまとめ、国有・民間の2つの企業のケース・スタディを行っている。第4章ではそれを踏まえて、主にバランスシート情報に基づいた実証的検討を行っている。</p> <p>観察や分析の結果、（1）主要企業において国有企業の比重が相対的に大きく、それらの中には「戦略的パートナー」と呼ばれる外資と政府の合弁企業が存在し、さらに単独外資や外資と地場民間の合弁企業も多数見られること、（2）政府100%出資の国営企業では相対的に銀行借入の水準が低いが、政府・民間の合弁企業の銀行借入は民間企業に比して大きな違いはなく、非銀行負債が圧縮されて制度的な信用チャンネルがよく機能していること、（3）外資所有に関しては、100%外資企業は相対的に銀行借入の水準が低く、非制度的な負債に強く依存し、内部資金チャンネルの利用が窺われること、（4）地場民間企業では、単独株主の企業は銀行信用の市場をよく活用しているが、複数の株主の企業ではむしろ非制度的な負債への依存が強いこと、などを解明している。これらは金融取引における標準的なエージェンシー理論から解釈することが</p>			

可能で、ラオスにおける信用市場や企業の資金調達の歪みがどこにあるかを示す基礎的な知見となる。

第3部を構成する第5章と第6章は、ラオスの資本市場ないし証券市場の発展に関わる論考である。第5章では、ラオス証券市場（取引所）の沿革と制度の特徴を整理した上で、比較対象としてベトナムの3つの証券取引所の2000年代からの発展の推移を考察し、さらに上場基準などのラオスとベトナムの制度比較を行い、それを踏まえて、ラオスを含む4つの取引所の年次別集計データを使って、市場規模（時価総額・取引額）の決定要因を実証的に分析している。観察の結果、証券市場の成長は各市場の経年効果よりは、マクロ経済発展に伴うものであること、海外直接投資の増加と同時に進行するものであること、一般的な証券関連法制の整備よりは、上場基準や情報公開基準の整備が市場の拡大に寄与していること、などを見いだしている。

第6章は、ラオス証券取引所における企業上場と資金調達についての基礎的な情報整理である。前半では現上場企業10社について、企業の上場前後に見られた資金調達や業績の変化を観察し、上場後に利益率は低下傾向にあるものの、銀行借入は活発になる傾向などがあり、特に国営企業では肯定的な効果が顕著であることを指摘している。後半では非上場企業を含む聞き取り調査から、企業が証券市場への参加を選択する環境のあり方を考察し、上場企業の質を担保する上場直前期の利益率や売上げ額についての規程や会計監査の制約が、上場の障害となっていることが主張されている。

第7章は議論のまとめである。ラオスの金融市場の特徴として、（1）多くの主要企業にとって主な資金調達手段は自己金融であり、負債ファイナンスは比較的低調であること、（2）国営企業は一部を除いて相対的に銀行取引から分断されており、その主要因として資産の担保利用の制約があること、（3）企業間信用が比較的活発で、国内取引に限らず海外取引においても盛んであることが、指摘される。また、証券取引所の課題として、（4）証券取引所として資本市場の育成に熱心である一方で、参加する上場企業の数には伸び悩んでいて、今後一層の企業上場の促進を図るべきこと、（5）国営企業では上場後の資本構成の多様化が顕著で、収入や利益の低下は小さいことから、証券市場が国営企業の改革にとって有効な手段となりえること、（6）証券市場の発展には、上場基準をより緩和し、特に売上げや純収入に関する主要基準を緩和することが効果的であることが、主張されている。

(論文審査の結果の要旨)

本論文は、これまでほとんど実態が解明されなかったことのないラオスにおける主要企業層の分布とその資金調達構造について、フィールド調査に基づく定性的な観察と、それによって収集された財務マイクロデータによる実証分析、さらにベトナムの金融・証券市場を比較軸とするマクロレベルの観察を加えて、当該課題について一定の独創性と包括性のある知見を見いだしている。

ラオス経済のマイクロ構造についての研究は、あらゆる側面で公開情報が不足することから極めて限られており、基本的事実すら把握されていないのが現状である。例えば企業調査の基礎となるまとまった形の企業ダイレクトリー（企業リスト）は出版されておらず、また、国営企業の一覧情報やその数すら公表されていない。そのような中で、中央銀行、財務省国営企業局といった政府の中核部門から情報を集め、それに基づいて60あまりもの企業に直接インタビューして、財務データを収集・整理し、かつラオス経済との比較のためにベトナムの証券取引所に足を運び基礎情報を集め、それらにもとづいてラオスの金融構造の一端を金融論の観点から整合性のある形で示し得たことは、地域研究および経済分析の成果として評価しうる。

本論文の主な学術的貢献は以下の通りである。

第1に、ラオスにおける主要企業層の分布を、主に所有構造の違いに則して示し、それと資金調達行動の関係を実証したことである。ラオス経済は一般に社会主義からの移行経済として理解されているが、既述のとおり、実際に国営企業がどの程度の役割を果たしているのか、あるいは外資受入がどの程度であるのかといった基本的構造に、マイクロレベルで接近することは極めて難しい。そうした中、国営、外資、民間地場資本の入り組んだ企業分布構造を解明し、国営企業と外資企業における資金調達構造の歪みを具体的に指摘したことは、ラオス経済研究についての大きな学術的貢献と認めうる。

第2に、本論文で解明された資金調達構造は、情報の非対称性やエージェンシー理論を基礎とする金融理論から整合的に解釈が可能で、同じ移行経済の類型として知られ、多くの研究蓄積のある中国やベトナムの同様の論点と比較可能である。例えば、本論文で示された国営企業の銀行信用への依存の低さは、社会主義経済体制の残滓として国営企業が国営銀行との密接な関係を保持する中国のケースとは逆である。ラオスの事例分析によって移行経済における金融システムの多様性を示しており、研究潮流に一石を投じている。

第3に、証券市場の発展条件についての分析は、途上国を対象とする証券市場論にとって先駆的な意義をもつ。1990年代より、証券市場分析の一分野として、主に欧州企業について証券市場への企業参加誘因を探る研究がみられるが、この論点は、むしろ萌芽期にある途上国の証券市場の発展にとって重要である。にもかかわらず、東南アジアや途上国を対象とする分析は蓄積されていない。本論文は、情報の少ないラオスについ

て、現地調査による基本情報の収集によってそれを為しえている。ここで見いだされた知見は、ラオス経済の文脈のみならず、証券市場の発展が同様の段階にあるカンボジア、ミャンマー等に対しても一般的な含意を持ちうる。

勿論、本論文にはいくつかの課題も残っている。例えば、実証分析の一部には統計的に曖昧な結果に留まるものもある。また、定性・定量的な観察の中には、理論的な解釈をより深めれば学術的価値を一層高める可能性がある発見が残されている。政策含意には、やや牽強付会との印象を与える記述があり、理論的考察を深めることで、よりバランスのとれた議論に昇華されていくことが望まれる。

しかしながら、本論文に残るこのような課題は、今後、研究を深めて行く際に俟たれる部分にすぎず、本論文における学術的貢献を損なうものではない。

よって、本論文は、博士（地域研究）の学位論文としてすでに十分な水準に達していると評価できる。また、2020年3月16日、論文内容とそれに関連した事項について試問を行った結果、合格と認めた。

なお、本論文は、京都大学学位規程第14条第2項に該当するものと判断し、公表に際しては、当該論文の全文に代えてその内容を要約したものとすることを認める。